INVEST news

ACTUALITÉ, TENDANCES ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

3ème ANNÉE • N° 3 • MARS 2012
RÉDACTION CLÔTURÉE LE 20 MARS 2012

PREMIER TRIMESTRE BOURSIER INESPÉRÉ
Les investisseurs se moquent du contexte économique

LES OBLIGATIONS STRUCTURÉES
Le potentiel d'actifs risqués sans y investir

LES OBLIGATIONS PERPÉTUELLES
Pour les siècles des siècles?

LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES
Un croisement entre obligation et action

LE DOLLAR PLUS FRINGANT QUE L'EURO
Thème à viser via les actions plutôt que les taux

SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN
Pas au-delà d'une recommandation neutre

LES PARAMÈTRES DE LA GESTION ACTIVE
Outils incontournables du gestionnaire d'un fonds actif

UNE OBLIGATION N'EST PAS L'AUTRE

STRUCTURÉE, PERPÉTUELLE, CONVERTIBLE...

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING

SOMMAIRE

03. **ÉDITORIAL**

04. **APERÇU DES MARCHÉS**
Question de confiance

08. **PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE**
Structured Note, mode d'emploi

10. **PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE**
Obligations perpétuelles: pour toujours?

12. **PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE**
Le charme des obligations convertibles

14. **ANALYSE THÉMATIQUE**
La carte du dollar via des actions

16. **SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN**
La lumière au bout du tunnel

18. **ANALYSE THÉMATIQUE**
Comment un fonds actif est-il géré?

Communication Marketing*
Invest News est une publication de BNP Paribas Fortis, dénomination commerciale de Fortis Banque SA. Fortis Banque SA est soumis en qualité d'établissement de crédit de droit belge au contrôle prudentiel de la Banque Nationale de Belgique ainsi qu'au contrôle en matière de protection des investisseurs et des consommateurs de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA). Fortis Banque SA est inscrit comme agent d'assurances sous le n° FSMA 25879 A et agit en qualité d'intermédiaire d'AG Insurance SA.

Editeur responsable:
Francis Peene (1QB3A),
Fortis Banque sa, Montagne du Parc 3,
1000 Bruxelles

Rédactrice en chef:
Dominique Gehu
Coordination:
Dries Vanvinckenroye,
Matthias Vissers.
Ont participé à la réalisation de cette édition:
Rudy De Groodt, Carl Jacobs, Philippe Masson, Geert Ruysschaert, Alain Servais, Sandra Vandersmissen, Stefan Van Geyt, Kristof Wauters.
Concept: sQills
une entité de
Sanoma Magazines Belgium sa
Art Director: Steven Depaemelaere
Graphiques: Bloomberg, FactSet, BNP Paribas Fortis
Photos: Corbis

BNP PARIBAS FORTIS
PRIVATE BANKING

* Le présent document est une communication marketing. Il n'a dès lors pas été élaboré conformément aux dispositions relatives à la promotion de l'indépendance de la recherche en investissements et n'est pas soumis aux règles prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements. L'information contenue dans le présent document ne constitue pas du conseil en investissement. Pour plus d'informations sur les risques liés aux types d'instrument financier dont traite le présent document, veuillez vous référer à notre "Brochure d'information – Instruments financiers" disponible dans toute agence BNP Paribas Fortis. Avant de prendre une décision d'investissement, il est recommandé à tout investisseur de vérifier si cet investissement est approprié compte tenu, notamment, de ses connaissances et de son expérience en matière financière, de ses objectifs d'investissement et de sa situation financière et, s'il le souhaite, de demander conseil à un spécialiste de BNP Paribas Fortis.

Éditorial

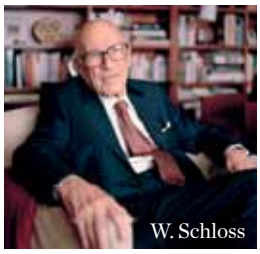
You can't always get what you want
But if you try sometime, you find
You get what you need

On ne peut pas toujours avoir ce qu'on veut
Mais si parfois tu t'en donnes la peine, tu y arrives
Tu obtiens ce qu'il te faut.

Les Rolling Stones avaient tout compris quand ils chantaient, en 1972, *You can't always get what you want*. Il n'était bien sûr pas question de placements, mais le raisonnement n'en reste pas moins valable: **identifier d'abord ce dont on a besoin pour ensuite ajuster le tir**.

Dans cette optique, une nouvelle étude de ce que nous pouvons attendre d'un **investissement en actions** à long terme est fort intéressante. Elle nous apprend qu'entre 1900 et 2011, les actions à l'échelle mondiale ont procuré un rendement réel annuel de 5,4%. Dans notre projection pour l'avenir, il convient surtout de considérer le rendement du dividende actuel (inférieur à la moyenne historique) et sa croissance attendue (qui n'est, la plupart du temps, pas plus élevée que la croissance économique globale). D'après "The Economist", nous devrions ainsi arriver à un rendement attendu de 4% supérieur aux placements sans risque (nous parlons ici toujours des obligations d'État). Sur le long terme, ceci devrait aider à composer le portefeuille qui vous permettra d'obtenir ce qu'il vous faut.

Maintenant que la plus grande défaillance d'un État (la Grèce) de l'histoire a trouvé une solution bien encadrée, nous pouvons recentrer notre attention sur les investissements en actions. Avec deux questions à débattre: comment envisager les actions bancaires européennes et le potentiel du dollar peut-il être exploité via des actions?
Nous consacrons également plusieurs articles de cette édition printanière à différentes sortes d'obligations, que les investisseurs trouveront plus ou moins familières en fonction de leur profil: les **obligations structurées**, les **convertibles** et les **perpétuelles**.


W. Schloss

Walter Schloss (investisseur génial et atypique qui a mis au point, en collaboration avec Benjamin Graham, la vraie approche "value") recommandait aux gestionnaires de ne jamais dévoiler à leurs clients le nom des valeurs dans lesquelles ils sont investis. Cette **confortable "ignorance"** constitue sans doute un des multiples avantages de l'investissement via un fonds de placement. Si le principe a ses mérites, nous n'hésitons néanmoins pas à vous expliquer la façon dont travaillent nos gestionnaires, comme vous avez déjà pu le découvrir en détail dans la dernière édition de "Vision". Et vous en apprendrez plus encore sur les ficelles du métier dans cette édition.

Bonne lecture!

Stefan Van Geyt,
Director investment services

Conflits d'intérêts
Il peut exister des conflits d'intérêts dans le chef de Fortis Banque SA et ses sociétés liées à la date de rédaction du présent document. Des règles de comportement et procédures internes, spécifiques, sont élaborées à cet effet. Ces codes de conduite et les mentions des conflits d'intérêts éventuels dans le chef de Fortis Banque SA et ses sociétés liées sont disponibles sur http://disclosures.bnpparibasfortis.com et, en ce qui concerne le groupe BNP Paribas, sur http://eqd.bnpparibas.com/compliance/index.aspx.
Vous pouvez également obtenir cette information via votre personne de contact.

Engagement des analystes
Les personnes nommément désignées comme les auteurs des textes relatifs aux actions individuelles présentées certifient:
1. que toutes les opinions exprimées dans le rapport de recherche reflètent précisément les opinions personnelles des auteurs concernant les instruments financiers et les émetteurs concernés; et
2. qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux opinions spécifiques exprimées dans le rapport de recherche.

LES INVESTISSEURS ONT ENVIE D'Y CROIRE...

Question de confiance

Les marchés financiers ont connu un premier trimestre tout à fait inespéré. Les gains considérables engrangés contrastent fortement avec le contexte économique particulièrement maussade, surtout en Europe. La discordance entre les marchés et l'économie place l'investisseur devant un dilemme. Des masses de capitaux sont investis dans des placements sûrs qui ne rapportent presque rien. Faut-il abandonner ces positions défensives? Certes, les actifs risqués rapportent actuellement beaucoup plus. Mais ne serait-il pas quelque peu téméraire de jouer dès à présent la seule carte des actions et des obligations à haut rendement?

GEERT RUYSSCHAERT, SENIOR STRATEGIST

Glissons-nous un instant dans les coulisses du marché. Quels éléments sous-tendent l'euphorie boursière actuelle? Une amélioration des perspectives bénéficiaires? Pas vraiment. Les résultats trimestriels publiés dernièrement étonnent surtout par les nombreuses déceptions. De plus, les analystes continuent à revoir leurs perspectives à la baisse, même si cette tendance est moins marquée que précédemment.

Si les perspectives de bénéfices ne s'améliorent pas et que les cours grimpent, cela signifie que les marchés d'actions deviennent plus chers en termes de valorisation. Ce n'est pas nécessairement un problème... si suffisamment d'investisseurs sont disposés à acheter à ces prix. Question de confiance. Les investisseurs n'envisagent peut-être pas une hausse immédiate des bénéfices des entreprises, mais ils entrevoient le bout du tunnel. Les perspectives à long terme s'en trouvent améliorées, et comme le prix d'une action est en principe le reflet de tous les bénéfices futurs, cela suffit à provoquer une envolée des cours. Les professionnels qualifient ce mouvement de *rerating* du marché. Les rapports cours/bénéfice augmentent en raison du regain de confiance.

America, America...

Mais qu'est-ce qui insuffle donc cette confiance au marché? Les Américains, en particulier, nous régalent ces derniers temps de chiffres supérieurs aux attentes. Leur économie a clôturé 2011 en beauté et est parvenue à plusieurs reprises à nous surprendre positivement au cours des dernières semaines. Si le marché de l'immobilier agonise toujours, celui de l'emploi présente pour sa part des signes d'amélioration éloquents. Sur les 8,8 millions d'emplois supprimés entre 2008 et 2010, environ 3,7 millions ont dans l'intervalle été récupérés. Le chemin est encore long certes, mais la direction empruntée est la bonne. Même Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale, ne parle plus de perspectives de croissance "modestes", mais bien "modérées". Il ne veut cependant rien changer au taux de base extrêmement bas. Et c'est logique: à l'approche des élections présidentielles, l'accès à des capitaux bon marché et l'absence d'économies draconiennes constituent les principaux facteurs permettant d'expliquer la qualité des statistiques américaines.

Le bazooka de Mario Draghi

La Banque centrale européenne fait également tout pour booster la confiance. Si son ancien président Jean-Claude Trichet prônait une politique particulièrement circonspecte, son successeur Mario Draghi n'hésite pas à sortir l'artillerie lourde. À travers deux adjudications, il a injecté quelque 560 milliards EUR dans le secteur bancaire par le biais d'emprunts bon marché à trois ans. Résultat: les banques s'inquiètent désormais moins de leur propre financement, ce qui leur permet de remplir plus aisément leur rôle de prêteurs. Les grands pays périphériques comme l'Italie et l'Espagne sont les principaux gagnants de l'opération. Alors qu'il y a peu, les marchés se faisaient un sang d'encre à l'idée des difficultés que les deux pays rencontreraient pour se refinancer cette année, il est à présent clair que cela ne posera aucun problème. Bien au contraire: l'intérêt des investisseurs est tel que les taux que les deux pays doivent payer sur ces capitaux sont en chute libre. La crainte d'une désintégration de la zone euro s'est considérablement apaisée.

Le virus grec en quarantaine

Les injections de capitaux ont aussi contribué à éviter que le rééchelonnement de la dette grecque ne crée le chaos et ne compromette le financement d'autres pays faibles. Initialement, le but était que les investisseurs privés décident sur base volontaire de participer ou non au rééchelonnement proposé. Le plan prévoyait qu'ils laisseraient tomber plus de la moitié de leurs créances et recevraient pour la partie restante des obligations émises d'une part par la Grèce et d'autre part par le FESF, le fonds de secours européen. Lorsqu'il s'est avéré qu'une large majorité d'entre eux étaient d'accord avec le rééchelonnement, le gouvernement grec a activé les clauses d'action collective adoptées peu de temps avant au parlement, parvenant ainsi à imposer le rééchelonnement à quasi tous les investisseurs privés. Le rééchelonnement volontaire est donc devenu une restructuration obligée que les marchés ont digérée relativement bien.

Inconsciemment malades

L'Europe et l'Amérique sont loin d'être délivrées de leur problème d'endettement pour autant. Les économies américaine et européenne sont toujours malades. Elles ont trop de dettes dans le sang et il faudra beaucoup de temps pour ramener cet endettement à un niveau acceptable. Avec leurs injections massives de capitaux, les banques centrales ne résolvent pas le problème mais en atténuent cependant les symptômes, à savoir les taux d'intérêt excessifs qui menacent d'étouffer un certain nombre de pays. Comme les symptômes s'estompent, le patient se sent moins malade et peut même parfois se comporter comme s'il était entièrement guéri. Voilà qui explique d'emblée une part importante de l'euphorie des bourses. Mais les banques centrales espèrent secrètement créer suffisamment de confiance pour que les consommateurs et entrepreneurs profitent des taux d'intérêt extrêmement bas pour consommer et investir davantage. De cette manière, ils pourraient engendrer de la croissance, ce qui est de loin le meilleur moyen pour sortir de la crise de la dette. Car même si l'endettement se maintient au même niveau, sa proportion par rapport à l'économie totale diminuera si la croissance refait surface. Si ce scénario n'est pas impossible, il n'est pas non plus garanti. Une certaine prudence reste donc de mise.

Préférence pour les obligations d'entreprises

Comment investir dans ces circonstances? Une chose est sûre: en Occident, le secteur privé semble globalement en nettement meilleure santé que les finances publiques de la plupart des pays. De plus, lorsqu'un pays offre une certaine sécurité (l'Allemagne par exemple), cette sécurité se paie véritablement au prix fort. Globalement, nous préférons donc être suffisamment présents dans le secteur privé. Ce raisonnement vaut avant tout pour les obligations d'entreprises, que nous continuons à surpondérer par rapport aux obligations d'État.

Mais lorsque l'on parle des investissements liés aux entreprises, il convient aussi de mentionner les actions. Leurs rapports cours/bénéfice ont légèrement augmenté, mais on ne peut pas encore les qualifier de chères. Le contexte économique renferme toutefois toujours des risques potentiels. Une extension de la position en actions doit donc être considérée comme une manœuvre tactique temporaire. La composition du portefeuille d'actions peut être adaptée également. Si, il y a six mois, l'accent était mis sur les entreprises clairement défensives, on peut à présent aussi y ajouter quelques autres. La partie Actions de votre portefeuille pourra ainsi pleinement profiter de la hausse des bourses. Quoi qu'il en soit, le marché se prête toujours largement au *stock picking*. Si l'investisseur nourrit une trop grande appréhension à l'égard des bourses, il peut envisager de compléter sa position en actions par des obligations convertibles. Si elles suivent l'évolution des bourses, leur volatilité est en effet moins élevée (voir notre article en page 12).

Faits marquants au niveau des portefeuilles en gestion discrétionnaire
Période de mi-février à mi-mars 2012

Le printemps avant l'heure

Les marchés financiers ont connu une météo particulièrement clémente pendant la période sous revue, traditionnellement marquée par des giboulées. Même le cas grec n'entrave plus ostensiblement la reprise des marchés. Et c'est tout bénéfice pour les portefeuilles en gestion qui continuent de profiter de la bonne tenue de leurs actions et obligations. Seuls l'or et les mines d'or ont vu leur éclat pâlir, signe éloquent du regain de confiance qui anime actuellement les investisseurs. La diminution de l'aversion au risque se traduit aussi par un appétit marqué pour les actions et obligations émergentes ainsi que pour les obligations convertibles et à haut rendement qui, après avoir négativement contribué aux performances des portefeuilles, participent aujourd'hui activement au redressement. Une question de confiance mais également de patience!

La baisse significative de la volatilité constitue une autre preuve de la sérénité retrouvée sur les marchés financiers. Cette volatilité, tant redoutée par les investisseurs à juste titre, peut toutefois être mise à profit: tantôt pour la vendre quand elle explose, tantôt pour l'acheter quant elle revient à des niveaux historiquement bas ou encore pour en récolter les fruits arrivés à maturité anticipativement. Certaines structures achetées en pleine crise de confiance viennent ainsi d'être remboursées anticipativement avec, à la clé, un rendement particulièrement attrayant sur courte période. Citons une structure sur l'action Siemens et une autre sur l'indice Euro Stoxx 50.

Éviter une euphorie naïve

Durant la période sous revue, nous avons continué à renforcer nos positions en actions, via le réinvestissement des produits structurés remboursés anticipativement dans un *tracker* sur l'Euro Stoxx 50 et dans les marchés d'actions émergents. Dans le même temps, suite à la décrue exceptionnelle des taux d'intérêt, conséquence logique des politiques volontaristes des banquiers centraux, certaines obligations individuelles ont été revendues en abandonnant des taux historiquement bas et largement inférieurs à l'inflation actuelle. Nos portefeuilles sont ainsi armés pour exploiter au mieux la tendance positive actuelle sur les marchés, qui pourrait, selon nous, se poursuivre dans les prochaines semaines, tant les liquidités en quête de rendement sont abondantes. Parallèlement, en vue de nous prémunir contre un changement d'humeur, toujours possible, des marchés, nous avons acheté à bon compte des instruments actuellement délaissés. Nous avons ainsi complété les positions en or mais également investi dans un fonds conçu pour profiter d'une remontée de la volatilité. Une sorte d'assurance contre un excès d'euphorie des marchés.

Philippe Masson, Head of Discretionary Communication

La Chine lève le pied

Les adeptes des marchés émergents ont eu une désagréable surprise lorsque le Premier ministre chinois Wen Jiabao a réduit les objectifs de croissance de son pays de 8% à 7,5%. Nous y voyons plutôt une bonne nouvelle. En tablant sur un taux inférieur, les dirigeants chinois pourront davantage se focaliser sur la qualité de la croissance. Les images de villes nouvellement construites mais entièrement désertes, truffées d'immeubles d'appartements beaucoup trop chers, en prouvent la nécessité. Si la Chine veut réduire sa dépendance par rapport à la prospérité de ses marchés d'exportation, elle doit consolider son marché intérieur. Et donc inciter les Chinois à consommer davantage au lieu d'épargner. Vu la piètre qualité du régime des pensions et des soins de santé, cette propension à épargner est compréhensible. L'infrastructure dite "douce" vient à présent en tête de l'ordre du jour des dirigeants de Pékin. Ce qui ne veut cependant pas dire que le pays n'a plus besoin d'infrastructure "dure". En moyenne 14 millions de Chinois quittent chaque année les campagnes pour s'installer en ville, accentuant le besoin d'habitations abordables, mais le béton ne suffit pas. Et le dernier Congrès populaire montre que Pékin l'a très bien compris.

Globalement, les marchés émergents continuent à publier des statistiques plus favorables qu'en Occident. De plus, l'inflation a tendance à se stabiliser, voire à diminuer. Les banques centrales ont donc plus de marge de manœuvre pour soutenir l'économie via une politique monétaire souple. En dépit du prix élevé du pétrole qui constitue un problème plus grave pour certains pays émergents que pour nous, nous jugeons toujours les marchés émergents pour la plupart intéressants, tant sur le plan des actions que des obligations.

ÉCONOMIE

(Sources: Bloomberg Consensus et FMI)

CROISSANCE DU PIB (en %)				
	2010	2011	2012e	2013e
Zone euro	1,9	1,5	-0,4	0,9
Royaume-Uni	2,1	0,9	0,5	1,6
États-Unis	3,0	1,7	2,2	2,4
Japon	4,4	-0,8	1,5	1,5
Brésil	7,6	2,8	3,4	4,5
Russie	4,3	4,3	3,5	3,7
Inde	8,6	7,1	7,2	7,0
Chine	10,4	9,2	8,4	8,4

INFLATION (en %)				
	2010	2011	2012e	2013e
Zone euro	1,6	2,7	2,1	1,8
Royaume-Uni	3,3	4,5	2,6	2,0
États-Unis	1,6	3,2	2,3	2,2
Japon	-0,7	-0,3	-0,3	-0,1
Brésil	5,0	6,6	5,3	5,3
Russie	6,9	8,5	6,0	6,2
Inde	12,1	8,9	7,1	6,5
Chine	3,3	5,4	3,3	3,8

TAUX

(Source: BNP Paribas Fortis, Bloomberg Consensus)

PRÉVISIONS DE TAUX (en %)			
TAUX DIRECTEUR	20.03.2012	3m	12m
Zone euro	1,00	0,75	0,75
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50
États-Unis	0,25	0,25	0,25
Japon	0,10	0,10	0,10
TAUX À 10 ANS	20.03.2012	3m	12m
Zone euro	2,06	2,10	2,50
Royaume-Uni	2,43	2,35	2,65
États-Unis	2,36	2,20	2,70
Japon	1,04	1,20	1,30

DEVISES

(Source: BNP Paribas Fortis)

PRÉVISIONS DE CHANGE			
DEVISES	20.03.2012	3m	12m
USD	1,32	1,30	1,20
GBP	0,83	0,85	0,85
JPY	110,3	93,0	98,0

ACTIONS

(Source: Bloomberg)

BOURSES	EVOLUTION (en %)		
	sur 1 mois	depuis 01.01.12	sur 2011
Europe - Euro Stoxx 50	3,5	12,6	-16,5
Europe - Euro Stoxx 600	3,5	14,0	-17,2
Belgique - Bel20	4,1	14,0	-19,7
Pays-Bas - AEX	2,5	7,6	-12,0
France - CAC40	4,0	13,2	-17,4
Allemagne - DAX	4,5	21,3	-13,1
Royaume-Uni - FTSE 100	0,9	7,0	-5,6
Suisse - SMI	1,4	6,6	-7,8
États-Unis - S&P500	3,6	12,1	0,0
Japon - Nikkei 225	6,9	19,9	-17,3
Brésil - Bovespa	2,3	19,3	-17,3
Russie - Micex	1,1	13,1	-15,2
Inde - Sensex	-5,6	11,8	-23,0
Chine - Shangai Composite	2,0	9,6	-21,7

MATIÈRES PREMIÈRES

(Source: Bloomberg Consensus)

PRÉVISIONS			
	20.03.2012	3m	12m
Pétrole (Brent)	125	125	115
Or	1.663	1.800	1.985

Évolution de l'indice boursier américain S&P 500 sur les 5 dernières années

(Source: Bloomberg)

SECTEURS	EVOLUTION (en %)		
(EURO STOXX 600)	sur 1 mois	depuis 01.01.12	sur 2011
Automobiles	0,8	34,2	-24,1
Banques	2,2	21,7	-32,3
Matières premières	-1,0	13,4	-29,5
Chimie	2,8	16,2	-8,5
Construction & Matériaux	2,4	16,4	-20,0
Services financiers	3,7	18,5	-21,5
Alimentation & Boissons	3,0	6,9	5,4
Soins de santé	0,4	1,2	11,9
Industrie	4,0	16,7	-16,2
Assurances	6,5	23,3	-13,2
Médias	0,0	5,8	-10,3
Pétrole & gaz	1,7	7,6	1,3
Soins pers. & Ménage	3,6	13,2	0,7
Détail	4,2	3,7	-7,3
Technologie	4,7	16,8	-12,5
Télécoms	-0,8	-1,6	-5,6
Voyages & Loisirs	2,3	11,5	-15,5
Services aux collectivités	2,9	4,4	-14,9

OBLIGATION STRUCTURÉE, MODE D'EMPLOI

STRUCTURED NOTE

Vous aimeriez profiter des meilleures tendances que vous offrent les marchés financiers à un moment donné, mais vous ne disposez que d'un capital de départ limité? Optez pour une Structured Note. Cet instrument financier vous permet de viser le potentiel de rendement attrayant de classes d'actifs risquées, comme les actions ou les matières premières par exemple, sans y investir directement.

ALAIN SERVAIS, PRIVATE BANKING INVESTMENTS

Qu'est-ce qu'une Structured Note?

Le terme "Structured Note", ou obligation structurée, couvre un vaste éventail d'instruments de dette, d'une durée déterminée. Ils se distinguent entre eux par leur mécanisme de rendement, leurs actifs sous-jacents (taux d'intérêt, panier d'actions, indices boursiers, matières premières,...) ou la forme de leur bénéfice (coupons fixes et/ou variables, plus-value octroyée à l'échéance). Dans certains cas, ils donnent droit au remboursement du capital à 100% de la valeur nominale à l'échéance.

Avantages

Les Structured Notes offrent toute une série de formules permettant le choix d'un placement adapté au profil et aux objectifs de l'investisseur. Elles donnent en outre la possibilité de viser un rendement potentiellement élevé sans investir directement dans des classes d'actifs risquées et avec droit au remboursement à 100% du capital investi dans certains cas. Elles facilitent l'accès, même avec un capital de départ limité, à des marchés financiers complexes, comme les marchés des matières premières, les marchés émergents,...

De plus, vu qu'il s'agit d'obligations (d'un point de vue juridique), les frais liés aux Structured Notes sont moins lourds.

Des risques appropriés à chaque profil d'investisseur

Quel que soit le risque (de liquidité, de change, d'insolvabilité...) associé au mécanisme de rendement, chaque investisseur peut trouver une Structured Note adaptée à son profil. Les formules donnant droit au remboursement du capital à 100% de la valeur nominale à l'échéance répondront aux attentes des investisseurs prudents. Les investisseurs plus agressifs apprécieront davantage les formules plus risquées, comme les *Reverse Convertible* sur actions ou indices boursiers, permettant de viser un rendement potentiel élevé.

Les principaux risques des Structured Notes sont les suivants:

- ✔ Risque de contre-performance: quand le mécanisme de rendement ne prévoit pas de revenu minimal, une évolution adverse de l'actif sous-jacent peut entraîner l'absence de tout revenu à l'échéance.

- ✔ Risque de capital: quand la Structured Note ne donne pas droit au remboursement à 100% du capital, une évolution adverse de l'actif sous-jacent peut entraîner une perte partielle ou totale du capital.

- ✔ Risque d'insolvabilité: il est étroitement lié à la qualité de l'émetteur. Les ratings attribués par les agences de notation permettent à l'investisseur de s'en faire une idée. En cas de faillite ou de défaut de paiement de l'émetteur, l'investisseur risque de perdre tout ou partie de son capital. En tant qu'émetteur de Structured Notes, BNP Paribas Fortis bénéficie d'un rating "investment grade" (ratings allant de AAA à BBB- chez Standard & Poor's et de Aaa à Baa chez Moody's).

- ✔ Risque de liquidité: il dépend de l'existence et du fonctionnement d'un marché secondaire pour la Structured Note. Schématiquement, on pourrait dire que plus le montant total de l'émission est important, plus le volume de transactions a des chances d'être élevé lui aussi, ce qui réduit le risque de contrepartie. Le marché des Structured Notes pouvant s'avérer limité et donc peu liquide, l'investisseur pourrait être amené à devoir conserver son placement jusqu'à l'échéance.

- ✔ Risque de change pour les Structured Notes émises en devises étrangères. Le risque de change implique qu'à l'échéance, l'investisseur pourrait recevoir un montant en euro inférieur au montant en euro initialement investi.

- ✔ Risque de fluctuation du cours: le cours d'une Structured Note varie en fonction de l'évolution générale des taux d'intérêt mais aussi de l'évolution de l'actif sous-jacent et de la volatilité des marchés.

Acheter et vendre ses Structured Notes

Lorsqu'une nouvelle Structured Note est émise, l'investisseur peut y souscrire sur le marché primaire pendant une période bien définie, appelée "période d'émission", et à un prix fixe. Certaines Structured Notes sont cotées sur un marché réglementé, mais ce n'est pas toujours le cas. Pour acquérir une Structured Note après la période d'émission ou la vendre avant son échéance, l'investisseur doit passer par le marché secondaire. Le prix d'achat ou de vente est alors déterminé par le cours de la Structured Note, sa perspective de rendement et les frais de courtage. Le cours d'une Structured Note fluctue, quant à lui, en fonction de divers facteurs comme sa durée résiduelle, la santé financière de l'émetteur, l'évolution de l'actif sous-jacent, la volatilité des marchés, l'évolution des taux d'intérêt.

BON À SAVOIR

BNP Paribas Fortis Funding, filiale luxembourgeoise de BNP Paribas Fortis, émet régulièrement des Structured Notes pour vous permettre de viser le potentiel de thèmes d'investissement porteurs, comme la faiblesse des valorisations des actions, par exemple. Votre private banker pourra vous présenter les opportunités du moment. N'hésitez pas à lui en parler.

OBLIGATIONS PERPÉTUELLES

POUR TOUJOURS?

Les *perpetuals* ne conviennent pas à la plupart des investisseurs obligataires. De plus en plus d'obligations perpétuelles sont aujourd'hui rachetées par l'émetteur à un cours largement inférieur au pair dans le cadre d'une offre de rachat. Nous recommandons néanmoins d'accepter cette offre. L'alternative est en effet souvent peu attrayante.

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB

Le terme est éloquent: les *perpetuals* sont des obligations éternelles. Et pourtant, les investisseurs croient encore souvent qu'à la première date de *call* possible, l'obligation sera remboursée à 100%. Cet espoir est la plupart du temps illusoire. En théorie, les nouvelles règles de capital de Bâle III font en sorte que les obligations perpétuelles ne peuvent plus être classées au rang de capital de base que dans une moindre mesure, ce qui accroît en effet la possibilité d'un remboursement anticipé. Mais faites bien attention, car il y a plus d'une anguille sous roche.

Une *perpetual* n'est pas l'autre

Tout d'abord, les modalités de chaque obligation perpétuelle sont différentes et il convient avant chaque investissement d'éplucher le prospectus, qui est souvent d'une épaisseur décourageante. L'évolution du cours des obligations perpétuelles se rapproche également bien plus de celle de l'action sous-jacente que de celle d'une obligation non subordonnée du même émetteur. Les obligations perpétuelles sont en effet les dernières à entrer en ligne de compte en cas de défaut de paiement. De plus, les émetteurs d'obligations perpétuelles disposent souvent de la possibilité de ne pas verser de coupon si aucun dividende n'est distribué aux actionnaires.

La structure du coupon est importante également. Nous devons établir une distinction entre les obligations perpétuelles qui versent un coupon fixe, élevé et invariable et qui ont par ailleurs été émises par un émetteur solide, et d'autres du type "fixed-to-floating", dont le coupon devient variable à partir d'une certaine date. Cette structure du coupon détermine si une poursuite du financement est intéressante (lisez bon marché) pour l'émetteur ou non. Cet élément se reflétera également dans le cours de l'obligation perpétuelle en question.

PETIT RAPPEL NÉCESSAIRE?
Vous trouverez une description plus détaillée des perpetuals et de leur fonctionnement dans notre article paru dans l'Invest News d'octobre 2011.

Un remboursement à 100% est souvent illusoire

Les investisseurs se voient contraints de dire adieu à leur espoir d'un remboursement à 100% à la première date de *call* possible. Un phénomène auquel nous assistons en effet de plus en plus souvent ces derniers mois est l'organisation de *"tender offers"*. Il s'agit d'une offre adressée par l'émetteur à l'investisseur en vue de racheter l'obligation perpétuelle. Ce rachat ne se fait cependant pas à 100%, mais généralement moyennant une prime d'environ 10% par rapport au prix du marché en vigueur à ce moment. Souvent, il s'agit d'obligations

perpétuelles dont le coupon est relativement faible et dont le cours obligataire a subi un important recul. Les "*tender offers*" se font toujours sur base volontaire. L'investisseur est donc libre de décider s'il y donne suite ou non. S'il n'accepte pas l'offre, l'obligation perpétuelle continue tout simplement à courir. Il y a toutefois de fortes chances que la liquidité diminue considérablement et que l'obligation perpétuelle fasse honneur à son nom et devienne effectivement un instrument éternel, qui plus est avec un coupon qui ne compense souvent pas suffisamment son caractère subordonné. Dans la plupart des cas, il est donc recommandé d'accepter ces offres de rachat.

Prenons un exemple concret: la banque autrichienne Erste Finance a récemment lancé une offre de rachat de son obligation perpétuelle à 55% de la valeur nominale. Une offre peu alléchante au premier abord, mais la situation prend une autre tournure lorsque l'on analyse la structure de l'obligation perpétuelle. Le coupon variable équivaut au taux swap à 10 ans majoré de 10 points de base. De nos jours, cela représente un coupon indicatif de 2,36%, autant dire un rendement très médiocre pour une obligation perpétuelle. De plus, l'offre est d'environ 10% supérieure au cours du marché en ce moment. C'est pourquoi il peut en l'occurrence être indiqué d'y donner suite.

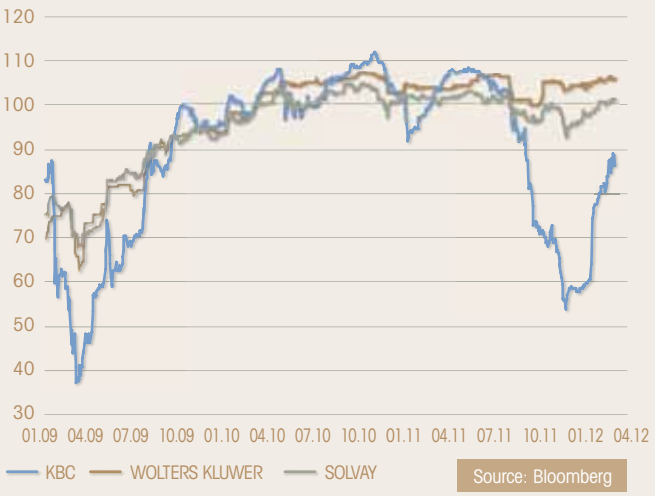
Faisons le point...

Depuis décembre 2011, les cours des obligations perpétuelles ont amorcé une remontée après leur chute vertigineuse des mois précédents. Les nombreuses "*tender offers*", qui paient habituellement une prime d'environ 10% par rapport au prix du marché, ont certainement joué un rôle dans ce rétablissement. Un autre facteur est l'intervention fructueuse de la BCE dans le financement du secteur bancaire en mettant à la disposition de ce dernier des emprunts bon marché à 3 ans. Ces mesures ont permis de rétablir en partie la confiance dans le secteur. Du fait de la forte corrélation avec le marché des actions, les obligations perpétuelles ont également progressé ces derniers mois.

La plupart des investisseurs pensent surtout aux institutions financières comme émetteurs d'obligations perpétuelles. Il est vrai que ces dernières dominent dans une large mesure le marché, mais certaines entreprises se financent également de cette manière, notamment Solvay et Wolters Kluwer. Les obligations perpétuelles d'entreprises non financières présentent souvent une évolution du cours un peu plus stable grâce à des résultats moins volatils de la part des entreprises sous-jacentes. Elles n'en demeurent pas moins des obligations perpétuelles. L'évolution du cours n'est donc pas comparable à celle d'obligations non subordonnées. Le graphique ci-dessous présente les cours des obligations perpétuelles de KBC, Wolters Kluwer et Solvay. L'émetteur financier affiche de loin la plus grande volatilité, mais les obligations perpétuelles de Wolters Kluwer et de Solvay sont elles aussi retombées à moins de 70% de leur valeur nominale au premier trimestre 2009.

La meilleure estimation de la probabilité d'un remboursement à 100% à la première date de *call* possible se reflète dans le cours de l'obligation perpétuelle. Prenons l'exemple de Wolters Kluwer. L'entreprise paie un coupon fixe de 6,875%. L'émetteur a la possibilité de rembourser cette obligation perpétuelle à 100% le 14/05/2012. Le cours cote en ce moment à plus de 100%, de sorte que le marché part du principe que cet appel sera exercé. Le cours de l'obligation perpétuelle de Solvay se situe pour l'instant également bien au-dessus du pair, ce qui reflète avant tout la bonne santé de l'entreprise. Solvay verse sur son obligation perpétuelle un coupon de 6,375% jusqu'à la première date de *call* possible (à 100%) le 02/06/2016. Si cette obligation perpétuelle n'est pas rachetée en 2016, le coupon devient variable, équivalant à partir de ce moment à l'Euribor à 3 mois + 335 points de base. L'obligation perpétuelle de KBC dispose d'un coupon de 8% et peut être remboursée le 14/05/2013 à 100%. Ce remboursement est cependant loin d'être garanti, et cette incertitude se reflète dans l'évolution du cours.

Évolution du cours des perpétuelles de KBC, Wolters Kluwer et Solvay depuis le 1er janvier 2009



LE CHARME DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Entre obligation et action

Les bourses ont pris un départ en trombe cette année. Leurs gains contrastent considérablement avec le contexte économique, qui semble toujours particulièrement maussade et truffé de risques. Pour ceux qui n'osent pas se lancer dans les investissements en actions, mais qui veulent tout de même profiter quelque peu de l'allégresse boursière, les obligations convertibles peuvent constituer une alternative.

GEERT RUYSSCHAERT, SENIOR STRATEGIST

Qu'est-ce qu'une obligation convertible?

Les obligations convertibles (OC) présentent, comme les autres obligations, une durée bien définie et un coupon fixe. Ce qui les différencie des obligations traditionnelles, c'est la possibilité de les convertir en actions selon un rapport convenu au préalable (appelé le rapport de conversion – voir encadré ci-après). Lorsque l'évolution du cours de l'action s'y prête, les OC offrent un rendement largement supérieur à celui des obligations classiques. Cet avantage est toutefois contrebalancé par un coupon inférieur à celui proposé par le même émetteur pour une obligation ordinaire. Pour savoir si une OC est intéressante ou non, vous devez donc avant tout mettre en balance ces deux facteurs.

Tantôt obligation, tantôt action

Ce qui rend les obligations convertibles intéressantes dans le contexte de placement actuel, c'est justement leur caractère hybride. Lorsque les marchés sont favorables et que le prix de l'action dépasse de loin le prix de conversion (voir encadré), l'OC tend à se comporter de plus en plus comme une action. À l'inverse, lorsque le prix de l'action s'effondre jusqu'à des niveaux largement inférieurs au prix de conversion, l'OC prend davantage des allures d'obligation normale. La conversion en actions n'a dans ce cas aucun sens, mais l'investisseur continue à recevoir chaque année son coupon et, à l'échéance, le montant nominal lui est tout simplement remboursé. À moins naturellement que l'entreprise, confrontée à des difficultés financières, ne soit pas en mesure de rembourser ses dettes. Mais ce problème se pose également avec d'autres types d'obligations.

Du fait de leur caractère hybride, les obligations convertibles présentent donc des fluctuations de cours qui se situent entre celles d'une action et celles d'une obligation. Elles sont moins volatiles que les actions mais plus volatiles que les obligations. De plus, les OC qui se comportent davantage comme des obligations fluctuent moins que les OC qui se comportent davantage comme des actions. Les gestionnaires de portefeuille peuvent anticiper judicieusement sur ces tendances. S'ils pensent que les bourses vont baisser, ils vont investir davantage dans les OC du premier type, tandis qu'ils opteront plutôt pour la seconde catégorie s'ils sont d'avis que les prix des actions vont grimper.

Risque lié à l'émetteur

À l'échelle mondiale, le marché des obligations convertibles représente environ 500 milliards USD. Ce sont souvent les entreprises de petite à moyenne capitalisation boursière qui émettent des OC. Elles sont en tout

cas très représentées dans cet univers. En partie pour cette raison, le risque lié à l'émetteur est en moyenne plus important pour un portefeuille d'OC que pour un portefeuille ordinaire d'obligations d'entreprises. L'univers des OC peut donc se comparer davantage à celui des obligations à haut rendement.

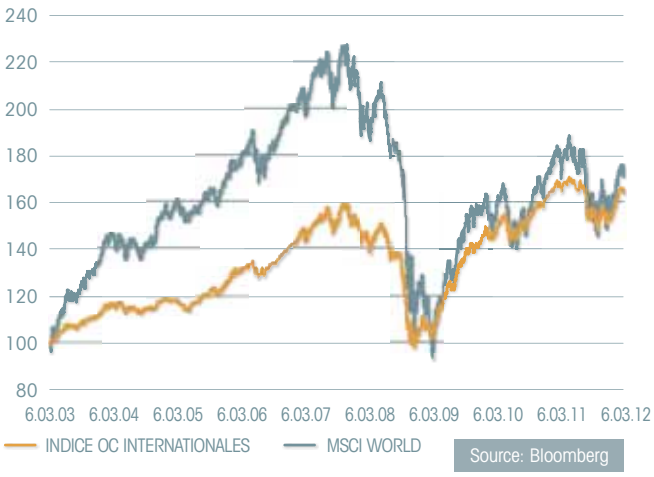
Comment les utiliser en portefeuille?

Le risque lié à l'émetteur et la volatilité en moyenne supérieure font que les OC ne sont pas appropriées pour les investisseurs qui font preuve d'une prudence extrême et n'achètent pour cette raison que des obligations. Mais pour ceux qui s'intéressent aussi aux actions, les OC peuvent s'avérer attrayantes. Si nous trouvons par exemple l'eau encore trop froide pour augmenter notre position en actions mais voulons tout de même profiter d'une potentielle hausse boursière (et c'est précisément la situation dans laquelle se trouvent de nombreux investisseurs de nos jours), nous pouvons opter pour une position en obligations convertibles. Si les cours grimpent, nous allons en tirer profit également (un peu moins, il est vrai, que si nous avions investi directement dans des actions). Mais si les bourses trébuchent sur l'un des obstacles qui nous guettent, nos OC chuteront en moyenne moins que nos positions en actions.

Ceci dit, les OC sont des produits complexes. Il en existe non seulement de nombreux types, mais les OC présentent également toute une série de caractéristiques très spécifiques qui peuvent augmenter ou diminuer leur valeur pour l'investisseur. Une mise en garde s'impose donc pour les investisseurs qui ne maîtrisent pas parfaitement les techniques de valorisation et les finesses juridiques propres à ces instruments financiers. Les OC individuelles s'achètent parfaitement séparément, mais il est probablement plus avisé de recourir à des fonds spécialisés.

Durant ces dernières années, les obligations convertibles ont fait presqu'aussi bien que les actions tout en suivant un parcours beaucoup moins volatil

Évolution comparée d'un indice représentatif des OC à l'échelle mondiale et de l'indice MSCI World (actions internationales) sur les 9 dernières années (données rebasées à 100 au 6 mars 2003)



Termes fréquemment utilisés dans le contexte des obligations convertibles (OC)

- **Valeur nominale de l'OC** = la valeur de la coupure de l'obligation, sur la base de laquelle l'intérêt est calculé.
  - Si la valeur nominale = 1.000 EUR et le taux d'intérêt = 5%, le porteur de l'obligation reçoit chaque année 50 EUR d'intérêts (bruts).
  - La valeur nominale de l'OC est différente du prix de l'OC (voir ci-dessous).
  - La valeur nominale de l'OC est différente de la valeur de marché de l'obligation sous-jacente.
- **Valeur de marché de l'OC** = la valeur de marché de l'obligation sous-jacente + la valeur du droit d'échanger l'obligation contre des actions. Dans la pratique, le prix de l'OC est exprimé sous la forme d'un pourcentage de la valeur nominale.
  - Si la valeur de l'OC = 1.100 EUR et la valeur nominale = 1.000 EUR ➡ le prix de l'OC = 110%.
- **Rapport de conversion** = le nombre d'actions contre lesquelles on peut échanger l'OC.
- **Prix de conversion** = valeur nominale/rapport de conversion.
  - Si le prix de l'action dépasse de loin le prix de conversion, l'OC va davantage se comporter comme une action, tandis qu'elle va davantage se comporter comme une obligation ordinaire dans le cas contraire.
- **Valeur de conversion** = prix de l'action x rapport de conversion.
  - Si la valeur de conversion < la valeur de marché de la partie obligation ➡ le prix de l'OC > la valeur de marché de la partie obligation.
  - Si la valeur de conversion > la valeur de marché de la partie obligation ➡ le prix de l'OC > la valeur de conversion.

MEILLEURES PERSPECTIVES POUR L'USD QUE POUR L'EUR

LA CARTE DU DOLLAR VIA DES ACTIONS

Après une appréciation de 7% en 2010 et de 3% en 2011 par rapport à l'euro, le billet vert lève un peu le pied cette année, en réaction aux interventions fructueuses de la BCE visant à octroyer aux banques des possibilités de financement bon marché à 3 ans. Les craintes d'une implosion de la zone euro se sont quelque peu apaisées, mais nous nous attendons cette année encore à une appréciation du dollar par rapport à l'euro. Un potentiel qui peut-être visé au travers d'actions bien ciblées.

KRISTOF WAUTERS, INVESTMENT SPECIALIST FIXED INCOME AND FOREX PRB, & SANDRA VANDERSMISSEN, SENIOR EQUITY SPECIALIST

Meilleur potentiel aux États-Unis

Depuis l'été 2011, les chiffres macroéconomiques sont nettement plus brillants aux États-Unis qu'en Europe. Pour 2012, la croissance du PIB américain devrait se situer à 1,8%, contre une croissance négative de 0,4% dans la zone euro.

En dépit de leur solvabilité réduite (après la dégradation infligée par S&P le 5 août 2011), les États-Unis refinancent toujours leurs dettes à très bon prix. Si du fait de l'amélioration des perspectives économiques, une poursuite de l'assouplissement monétaire n'est plus à l'ordre du jour, la Réserve fédérale a néanmoins confirmé qu'elle maintiendrait sa politique accommodante jusqu'en 2014, soit un an de plus qu'initialement prévu. Le dollar (USD) ne devrait pas, selon nous, souffrir de cette situation puisque la politique monétaire pourrait, dans le futur, s'avérer plus souple encore dans la zone euro. D'une manière générale, l'USD peut en outre profiter de son statut de devise de réserve et de refuge internationale, sans compter que, selon les parités de pouvoir d'achat, l'euro fait toujours l'objet d'une surévaluation d'environ 15% par rapport au dollar.

A moyen terme, les risques subsistent. Les États-Unis ne se dirigent pas encore vers une croissance vigoureuse durable. Après les élections présidentielles, les autorités devront s'attaquer au taux d'endettement élevé (100% du PIB), tâche qui pourrait se trouver compliquée par des désaccords politiques. Contrairement à la zone euro, les États-Unis affichent un déficit de la balance courante. Or, cette dernière constitue un élément important du potentiel à long terme d'une devise.

Via quelques opportunités américaines...

Les taux d'intérêt étant faibles de part et d'autre de l'Atlantique, les actions constituent une classe d'actifs relativement attrayante. Les investisseurs en actions peuvent donc anticiper sur le thème USD, mais la prudence reste de mise.

Rappelons que nos recommandations reposent sur une évaluation des fondamentaux des entreprises, combinée à la valorisation de leurs actions. L'impact des taux de change en fait partie, sans en être un élément déterminant. Notre quête d'actions profitant au maximum de la force du dollar se résume donc à des actions américaines présentant une exposition maximale aux États-Unis. Or, cette catégorie s'avère souvent peu intéressante, notamment du fait de son exposition insuffisante aux marchés émergents.

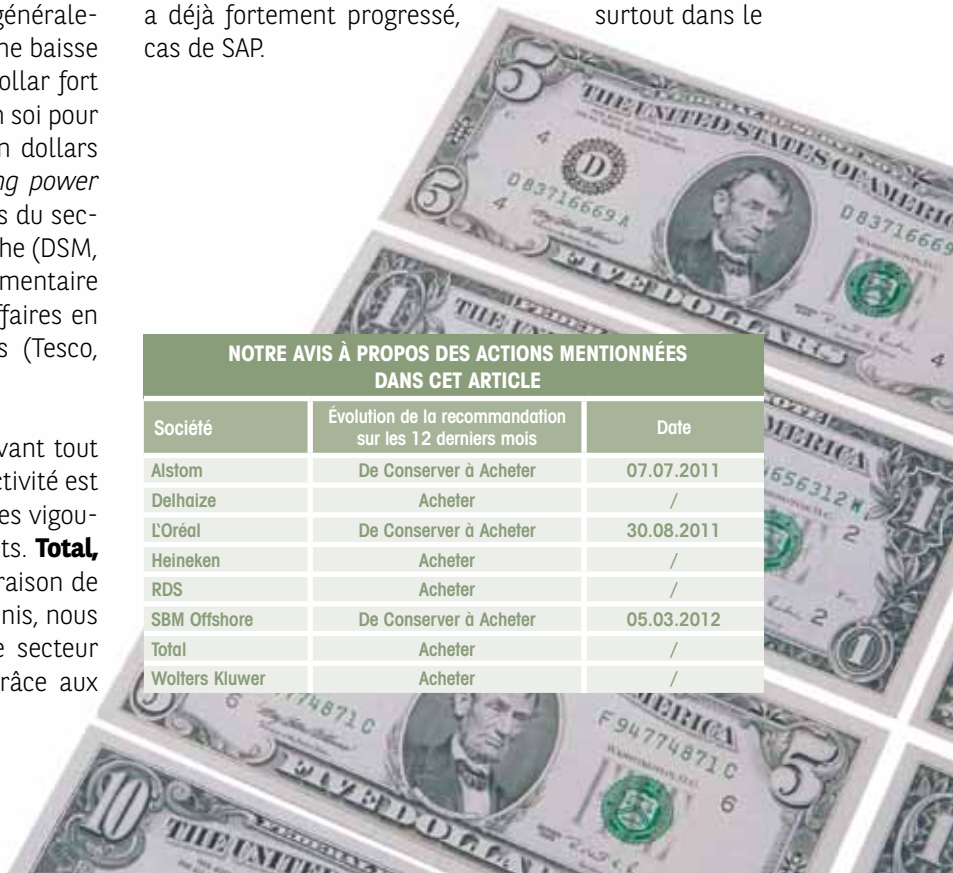
Vu les différences de valorisation, nous ne sommes aujourd'hui pas plus favorables à l'égard des actions américaines qu'à l'égard des actions européennes. En ce qui concerne les premières, nous nous cantonnons à un petit groupe d'actions de grande qualité (GE, Google, J&J, Pfizer et JP Morgan).

... mais aussi et surtout européennes

Par contre, nous détectons davantage d'opportunités en Europe. Au plus importante est la part du chiffre d'affaires réalisée dans les régions du monde où le dollar a cours, au mieux pour la valorisation (impact de translation). La carte du dollar doit cependant être jouée de manière réfléchie. Ainsi, les entreprises des secteurs automobile, du luxe et métallurgique & minier réalisent une part importante de leurs ventes dans les zones "dollar". L'Asie (lisez la Chine) reste cependant le thème dominant. Par ailleurs, les entreprises ont veillé à une diversification en termes de production locale (ex. Volkswagen), d'approvisionnement et de financement, et recourent généralement au *hedging*. L'impact d'une hausse ou d'une baisse du dollar s'en trouve donc affaibli. Enfin, un dollar fort n'est pas nécessairement un élément négatif en soi pour les entreprises qui doivent s'approvisionner en dollars si elles disposent, comme Addidas, d'un *pricing power* suffisant. Il en va de même pour les entreprises du secteur chimique, qui se profilent en acteurs de niche (DSM, BASF). Pour les distributeurs du secteur non alimentaire réalisant une grande partie de leur chiffre d'affaires en Europe mais de nombreux achats en dollars (Tesco, H&M), la situation est plus complexe.

Parmi les acteurs défensifs, nous épinglons avant tout le secteur de l'énergie, dont tout le modèle d'activité est en dollars et qui profite des tendances séculaires vigoureuses du prix du pétrole et des investissements. **Total, RDS et SBM Offshore** y sont nos favorites. En raison de son exposition au faible prix du gaz aux États-Unis, nous évitons par contre Vallourec. Vient ensuite le secteur des biens de consommation non durables. Grâce aux gains de parts de marché, L'Oréal parvient à maintenir une brillante performance aux États-Unis, marché où le groupe réalise un tiers de son chiffre d'affaires. Il en va de même pour Pernod Ricard. L'exposition des deux entreprises à l'Asie constitue un atout supplémentaire. Mais notre favorite du secteur reste **Heineken**, vu sa valorisation attrayante. La valorisation du titre est également la raison pour laquelle nous évitons AB Inbev (un tiers de l'activité aux USA). De leur côté, Delhaize et Ahold mais aussi et surtout notre favorite **Wolters Kluwer** (60% de l'activité aux USA), profitent bien de l'impact de translation. Toutes trois sont en outre soutenues par une valorisation attrayante.

Parmi les actions cycliques, le grand gagnant est le secteur industriel, emmené par EADS et **Alstom**, à qui va notre préférence. Une hausse du dollar pourrait également profiter à Siemens, surtout au travers d'une compétitivité accrue de l'Allemagne et après la sous-performance de l'action, de même qu'à Philips en cette année de transition. Avec des coûts de production en euros et 40% des ventes réalisées dans les zones "dollar", les producteurs d'articles de maroquinerie de luxe sont également gagnants. Nous sommes en outre positifs à l'égard de l'Asie, mais la valorisation de ces actions n'est pas bon marché. Publicis, l'une des plus importantes agences publicitaires au monde et qui présente une exposition intéressante à la campagne présidentielle américaine, et SAP, réalisent chacune un tiers de leur chiffre d'affaires aux USA. Petit bémol: leur valorisation a déjà fortement progressé, surtout dans le cas de SAP.



NOTRE AVIS À PROPOS DES ACTIONS MENTIONNÉES DANS CET ARTICLE

Société	Évolution de la recommandation sur les 12 derniers mois	Date
Alstom	De Conserver à Acheter	07.07.2011
Delhaize	Acheter	/
L'Oréal	De Conserver à Acheter	30.08.2011
Heineken	Acheter	/
RDS	Acheter	/
SBM Offshore	De Conserver à Acheter	05.03.2012
Total	Acheter	/
Wolters Kluwer	Acheter	/

LES BANQUES EUROPÉENNES NAVIGUENT DANS DES EAUX PLUS CALMES

LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL?

Grâce aux avancées politiques et surtout à l'injection massive de capitaux par la BCE, un important pas a récemment été franchi dans la résolution de la crise de la dette européenne et du secteur bancaire. Même si la bombe grecque a été désamorcée et si la valorisation des banques est toujours faible, il subsiste un certain nombre d'importants facteurs de risque. Bien que récemment revue à la hausse, notre recommandation sectorielle ne va donc pas au-delà de neutre.

RUDY DE GROODT, SENIOR EQUITY SPECIALIST

Alors qu'en 2011, les marchés financiers voyaient grandir à vue d'œil leur crainte d'une faillite incontrôlée de la Grèce, d'un éclatement de la zone euro et d'une nouvelle crise bancaire européenne, un certain nombre d'actions récentes des politiques européens, et surtout de la Banque centrale européenne (BCE), ont apporté un soulagement palpable. Sous la pression de l'Allemagne, la plupart des pays européens ont dans l'intervalle consenti à un durcissement notable du contrôle budgétaire. Sous la surveillance rapprochée de l'Europe, ce contrôle devra permettre, grâce à un mécanisme de sanction automatique en cas de non-respect, d'éviter tout dérapage futur des déficits budgétaires. La plus grande efficacité politique grâce à l'adoption du fameux *six-pack* (règles européennes de gouvernance économique), le Pacte pour l'euro plus (accords visant à accroître la compétitivité européenne) et surtout le pacte budgétaire ont sans aucun doute contribué à inciter la BCE à prendre des initiatives en faveur des banques et des pouvoirs publics.

Injection massive de capitaux par la BCE

Outre l'achat d'obligations d'État des PIIGS, c'est surtout le récent octroi massif par la BCE de capitaux aux banques européennes qui s'est avéré être un facteur crucial dans le déminage de la crise européenne de la dette et du secteur bancaire. La BCE a en effet injecté dans le système bancaire européen quelque 1.000 milliards EUR de capitaux par le biais de deux opérations LTRO (opérations de financement à long terme par lesquelles la BCE a permis aux banques européennes d'emprunter des capitaux illimités sur 3 ans à un taux d'intérêt avoisinant seulement 1%, le tout moyennant des règles assouplies relatives aux actifs acceptés en nantissement). Dans le contexte d'un marché interbancaire pour ainsi dire verrouillé, cette mesure a remédié pour un grand nombre de banques au problème cuisant de financement. Les banques se sont par ailleurs vu accorder des moyens et du temps pour se conformer au cadre réglementaire Bâle III. De plus, cet afflux massif d'argent frais pour les banques a indirectement procuré une source additionnelle de financement aux pays européens (grâce à l'achat par ces banques d'obligations d'État). Cet effet indirect a dans l'intervalle conduit à une sensible détente des taux d'intérêt des obligations souveraines et permis aux différentiels italiens et espagnols de considérablement se réduire (non seulement

Le ministre grec des Finances, Evangélos Vénizélos, est soulagé: le scénario catastrophe d'une faillite incontrôlée de la Grèce a été évité. Les détenteurs de quelque 172 milliards EUR d'obligations grecques ont accepté d'échanger leurs titres contre d'autres titres dont la valeur faciale a été réduite de 50 %.

sur l'extrémité longue, mais surtout sur l'extrémité courte des courbes des taux d'intérêt). La pression sur les actifs bancaires (surtout les emprunts d'État) s'est considérablement atténuée et les banques doivent procéder à moins d'amortissements sur les emprunts d'État en portefeuille; il se pourrait même qu'une certaine marge se libère pour leur permettre de reprendre une partie des réductions de valeur réalisées précédemment.

Des facteurs de risque subsistent

Un accord a dernièrement été conclu in extremis avec les investisseurs privés détenteurs d'obligations souveraines grecques. 85% des banques, assureurs et organismes de pension privés qui en détenaient ont accepté sur base "volontaire" de donner quittance de 75% des dettes – en termes réels – et d'alléger ainsi de plus de 100 milliards EUR la dette de la Grèce. Cet accord a permis d'éviter une faillite incontrôlée du pays, avec toutes les conséquences déplorables pour les banques. En dépit de la ponction substantielle que cette remise de dette représente pour les banques concernées, ces amortissements avaient pour la plupart déjà été pris en compte dans les résultats de 2011. De même, la décision de l'ISDA, l'instance chargée de la surveillance des dérivés, d'assimiler la restructuration de la dette grecque à un événement de crédit (induisant donc l'activation des CDS, ou contrats d'assurance contre le risque de défaut de paiement) pourra être maîtrisée moyennant le paiement d'un montant net de maximum 2,4 milliards EUR. Après la Grèce et l'évolution favorable de l'Italie, c'est à présent au tour du Portugal et dans une moindre mesure de l'Espagne (déficit budgétaire excessif et taux de chômage très élevé) de se profiler en tant que potentiels cas problématiques. Le grand défi des trimestres à venir consistera donc à endiguer le risque de contamination de ces pays. Outre le risque d'amortissements additionnels sur les emprunts d'État des PIIGS dans la comptabilité des banques, la récession économique donne lieu de craindre la constitution de provisions de crédit croissantes pour les emprunts de mauvaise qualité, dans ces pays et dans d'autres. À présent que la conjoncture de financement est à court terme devenue moins précaire pour bon nombre de banques grâce à l'intervention de la BCE, les marchés reporteront dans les trimestres à venir de plus en plus leur attention sur la qualité des actifs bancaires et la solidité de la base de capital sous Bâle III.

Recommandation sectorielle: de sous-pondérée à neutre

La recommandation pour le secteur bancaire européen a été récemment portée de sous-pondérée à neutre, suite à la forte diminution de l'aversion au risque. Après leur effondrement de 2011 (-32%), les cours bancaires ont pu entreprendre, à partir de leur plus bas de novembre, un vigoureux mouvement de rattrapage (+32%). Quant à savoir si le cours renferme encore plus de potentiel, tout dépendra de l'évolution de la crise de la dette souveraine, de son impact sur l'économie réelle, et surtout des efforts consentis par les banques en vue de se conformer à la réglementation plus stricte de Bâle III.

En dépit d'une valorisation au premier abord toujours attrayante pour le secteur bancaire européen (rapport cours/valeur comptable de 0,7x et rapport cours/bénéfice de 9x pour 2012), la prudence est toujours de mise dans le "New Normal" en raison des facteurs de risque résiduels évoqués plus haut, et principalement de la future rentabilité bancaire. Concrètement, la rentabilité future des banques européennes sera en moyenne inférieure en raison de la réduction progressive des leviers d'endettement élevés et des bilans des banques (élimination des actifs à risques), de la taxation supérieure et de la réglementation plus stricte en termes d'exigences de capital et de liquidités. Cependant, si nous tenons compte d'un rendement normalisé sur les capitaux propres d'environ 9 à 10%, la faible valorisation observée actuellement n'est plus aussi faible qu'il n'y paraît. Dans le secteur bancaire européen, nous continuons cependant à préférer les acteurs les plus solides pouvant servir de tampons dans le portefeuille, complétés d'un certain nombre d'entreprises bon marché en proie à des restructurations, lesquelles sont susceptibles d'engendrer un rendement additionnel dans le portefeuille.

Dans la construction et le suivi de son portefeuille, le gestionnaire d'un fonds d'actions ou d'un fonds obligataire s'appuie sur divers paramètres et utilise des critères de sélection différents. Petit leçon de gestion.

ALAIN SERVAIS, PRIVATE BANKING INVESTMENTS

Comment un fonds actif est-il géré?

PARAMÈTRES DE LA GESTION ACTIVE D'UN FONDS D'ACTIONS

Un investissement en fonds d'actions présente, grâce à la diversification de ses placements dans plusieurs titres, un risque plus limité par rapport à un investissement en lignes directes.

Le gestionnaire d'un fonds d'actions va générer de la performance par les choix qu'il opère au niveau du style de gestion, de la taille de capitalisation, du secteur et de la zone géographique.

Style de gestion

- **Growth**
  Lors de la sélection des valeurs qui composeront le portefeuille, le gestionnaire accorde plus d'importance à leur potentiel d'appréciation qu'à leur performance passée. Les sociétés qui génèrent une croissance bénéficiaire stable et supérieure à la moyenne du marché sont privilégiées.
- **Value**
  Le gestionnaire recherche des valeurs sous-évaluées par le marché, c'est-à-dire présentant une valorisation attractive par rapport à leur secteur ou à leur valeur intrinsèque, et possédant des catalyseurs susceptibles de relancer le cours à la hausse.
- **Blend**
  Mixte et sans parti pris, la stratégie d'investissement peut-être tantôt "growth" tantôt "value" en fonction de la situation économique ou du contexte de marché. Le style de gestion "blend" peut être opportuniste lorsque le gestionnaire recherche la performance à chaque instant sans attendre que le marché favorise un style de gestion en particulier.
- **Garp (Growth At Reasonable Price)**
  Le gestionnaire privilégie les sociétés combinant à la fois une forte croissance de leurs résultats et une valorisation attractive.

Taille de capitalisation

- **Big caps**
  Grandes capitalisations: sociétés ayant une capitalisation boursière supérieure à 5 milliards d'euros en Europe*.
- **Mid caps**
  Moyennes capitalisations: sociétés avec une capitalisation boursière comprise entre 1 et 5 milliards d'euros en Europe*.
- **Small caps**
  Petites capitalisations: sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros en Europe*.
- **All caps**
  Toutes capitalisations: le gestionnaire sélectionne des sociétés avec des tailles de capitalisation boursière variées.

* Niveaux indicatifs dépendant de la zone géographique et de l'univers d'investissement considérés.

Approche sectorielle

Les secteurs d'activité des sociétés peuvent être utilisés comme outils de gestion d'un fonds et plus particulièrement d'un fonds d'actions. Ainsi, pour gérer et réaliser les arbitrages nécessaires sur les valeurs en portefeuille, le gestionnaire porte une attention particulière aux cycles économiques et aux perspectives des analystes de marchés. Par exemple, en période de reprise et d'expansion, le gestionnaire aura tendance à privilégier les secteurs dits "cycliques" (matériaux, industries…) alors qu'il choisira plutôt des secteurs défensifs (santé, télécommunications…) durant les phases de ralentissement ou de récession économique. Par ailleurs, le gestionnaire d'un fonds d'actions peut adopter une approche sectorielle globale dans la construction de son portefeuille, en limitant son univers d'investissement à des valeurs appartenant à un même domaine d'activité (fonds sectoriel).

Approche géographique

Lorsque la zone géographique est utilisée comme outil de gestion pour un fonds d'actions, le gestionnaire demeure particulièrement attentif aux risques politiques et de change de chaque zone géographique où son fonds est investi. Lors de la construction de son portefeuille, il peut choisir de restreindre son univers d'investissement à un seul pays ou à une ou plusieurs zones géographiques. Il existe par exemple des fonds totalement investis sur des valeurs européennes ou des pays émergents.

PARAMÈTRES DE LA GESTION ACTIVE D'UN FONDS OBLIGATAIRE

Un fonds obligataire ou fonds d'obligations permet de bénéficier d'une forte décorrélation par rapport aux marchés d'actions, tout en offrant une faible volatilité et une visibilité importante. La performance d'un fonds obligataire géré activement résulte d'opérations d'achat et de vente successives et non de la détention d'obligations jusqu'à maturité. La qualité de l'émetteur et de l'émission d'une obligation, sa maturité, sa sensibilité aux taux d'intérêt et son secteur d'activité guident la sélection réalisée par le gestionnaire.

Qualité de l'émetteur et de l'émission

Un fonds obligataire peut restreindre son univers d'investissement à des émetteurs dotés d'un certain niveau de rating. Par exemple, un fonds défensif peut être totalement investi en obligations offrant un risque de défaut limité avec, par conséquent, un potentiel de rendement plus faible. Par ailleurs, quel que soit l'univers d'investissement du fonds obligataire, la qualité de l'émetteur est souvent un critère de gestion incontournable. En effet, pour sélectionner des obligations, le gestionnaire suit l'évolution des ratings attribués par les agences de notation à l'émetteur de chaque obligation ou à l'émission elle-même. Le rating influence le *spread* (l'écart) de crédit d'une obligation, c'est-à-dire le supplément de rendement qui lui est associé. Plus une obligation présente un bon rating, plus son risque de crédit et donc son supplément de rendement sont faibles. Entre autres stratégies, le gestionnaire peut chercher à améliorer la performance de son fonds en pariant sur le resserrement des *spreads* de crédit. Il peut également investir sur des niches décotées et proposant des rendements élevés en contrepartie d'un risque supérieur (dette subordonnée, obligations spéculatives, obligations indexées à l'inflation ou de pays émergents…).

Maturité et sensibilité aux taux d'intérêt

Le gestionnaire d'un fonds obligataire cherche à adapter la sensibilité globale de son portefeuille au contexte macroéconomique. Ainsi, il vise à anticiper les changements de politique monétaire et les variations de taux d'intérêt qui en découlent afin d'investir sur des maturités qui correspondent à ses anticipations. Le rendement d'une obligation dépend, entre autres facteurs, de l'évolution des taux d'intérêt de référence (taux souverains AAA de même maturité et même devise). Par ailleurs, la sensibilité du prix d'une obligation aux variations des taux de référence augmentant avec sa maturité, le gestionnaire privilégie des obligations de longue maturité en cas d'anticipation de baisse des taux et, a contrario, sélectionne des obligations de courte maturité s'il anticipe une hausse des taux.

Approche sectorielle

Pour les fonds obligataires investis en obligations émises par des entreprises, et non des États, le gestionnaire peut adopter une approche sectorielle. Ainsi, le choix du secteur de l'émetteur peut constituer un outil de gestion d'un fonds obligataire, indépendamment de son univers d'investissement.

BNP PARIBAS FORTIS

PRIVATE BANKING